

LA STAGNATION SÉCULAIRE: TAUX D'INTÉRÊT NATUREL ET CROISSANCE POTENTIELLE

Gilles Dufrénot

Professeur à Aix-Marseille Université
Aix-Marseille School of Economics et CEPII

**L'attracteur des taux longs réels : un taux naturel en
baisse constante et bas aujourd'hui**

Nouvel environnement macroéconomique

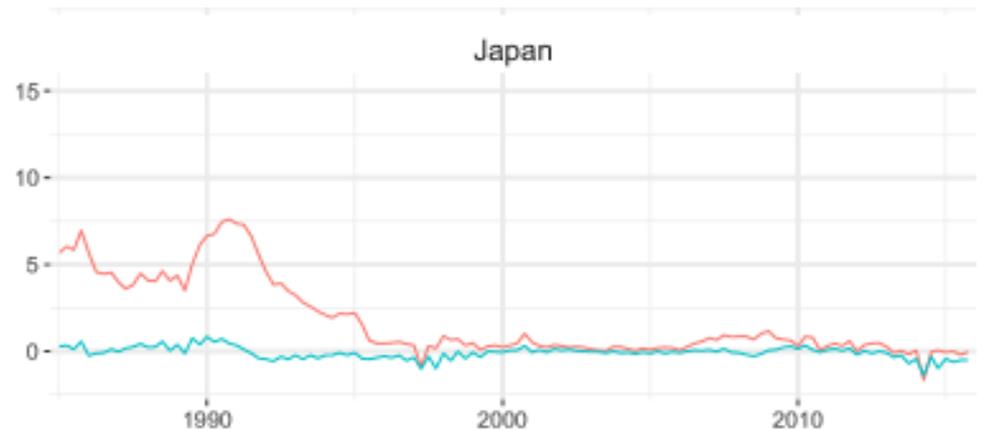
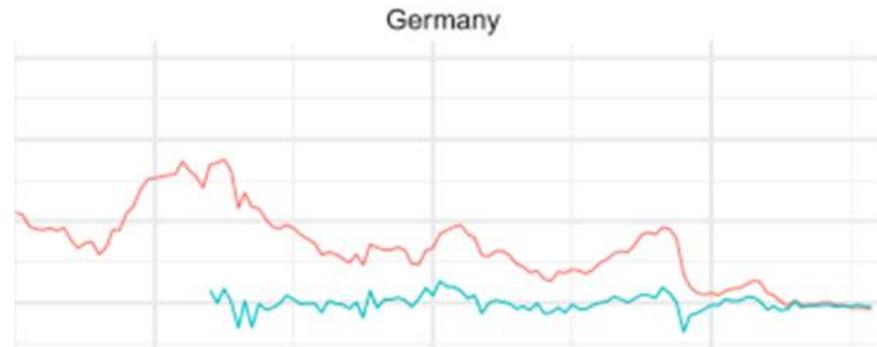
- Difficulté pour amener le taux d'inflation au niveau de la cible fixée par la banques centrales  Problème de déflation/désinflation séculaire
- Croissance potentielle qui est basse et qui revient péniblement aux niveaux observés durant les décennies avant crise  Problème de demande faible « out-gaps » pas suffisamment positifs \Rightarrow sous-investissement, chômage structurel
- Taux d'intérêt naturel très bas (voire négatif)  Epargne excédentaire

Interest rate (%)



Le taux naturel n'est pas ce que l'on pensait

- Pays à épargne structurellement excédentaires (modèle de croissance)
- Le taux d'intérêt n'est pas un point fixe (instable dans le temps : ex: USA)
- Précédents historiques de taux bas (sur longue période = économies déprimées, guerres)



Quelles explications à la baisse du taux naturel?

Explication 1 : inefficacité dynamique

Taux de rendement à long terme du capital faible



Croissance potentielle faible



Faiblesse de la productivité des facteurs de production

Explication 2 : Insuffisance chronique de la demande agrégée



- Sous-consommation (vieillesse de la population, inégalités, baisse séculaire de la part des salaires)



- Sous-investissement des entreprises (changement de gouvernance des entreprises)



- Baisse de la demande publique (grande modération), politiques de consolidation budgétaire)



- Cycle financier (désendettement)

Comment sortir de cette situation ?

❑ **Condition nécessaire** : les taux longs de marché (effectifs) doivent descendre en dessous du taux naturel

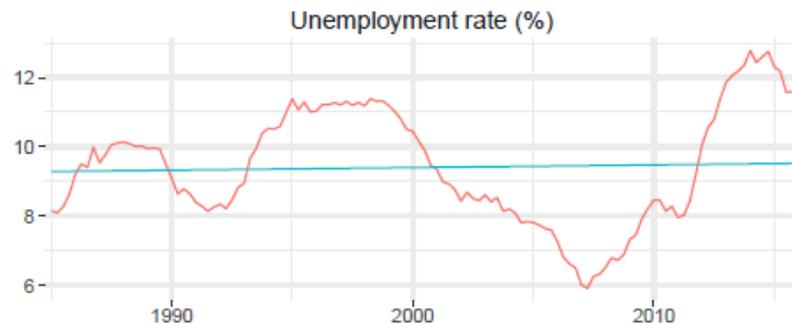
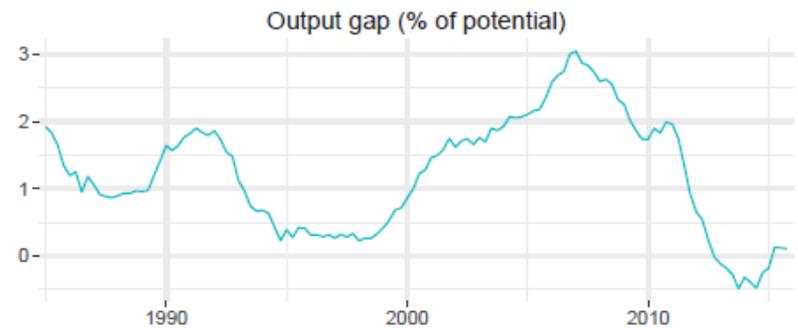
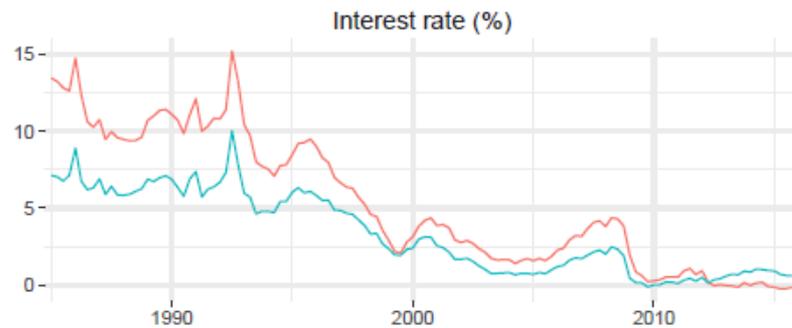
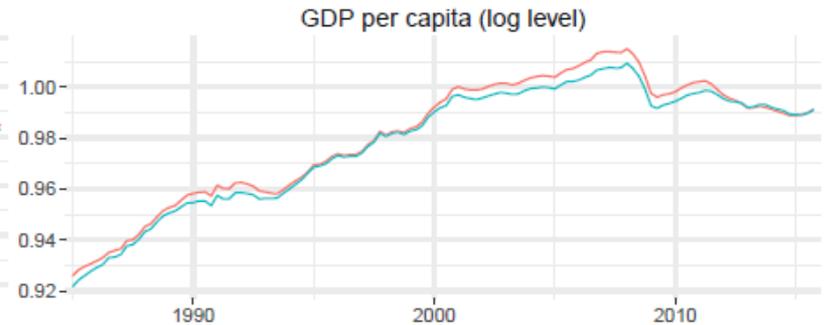
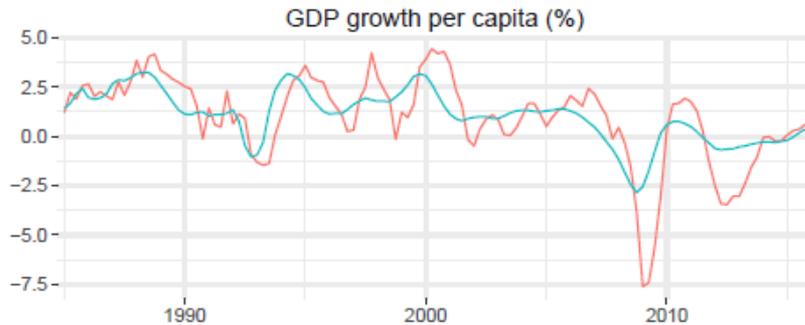
⇒ Ce permet de refermer des écarts de production négatifs et de le rendre positifs

❑ **Mais ce n'est pas une condition suffisante** : il faut que l'écart soit suffisant pour retrouver une croissance potentielle solide et faire baisser durablement le chômage

Question importante : trouver l'écart suffisant entre taux effectif et taux naturel qui permet de réduire le sous-investissement et l'excès d'épargne

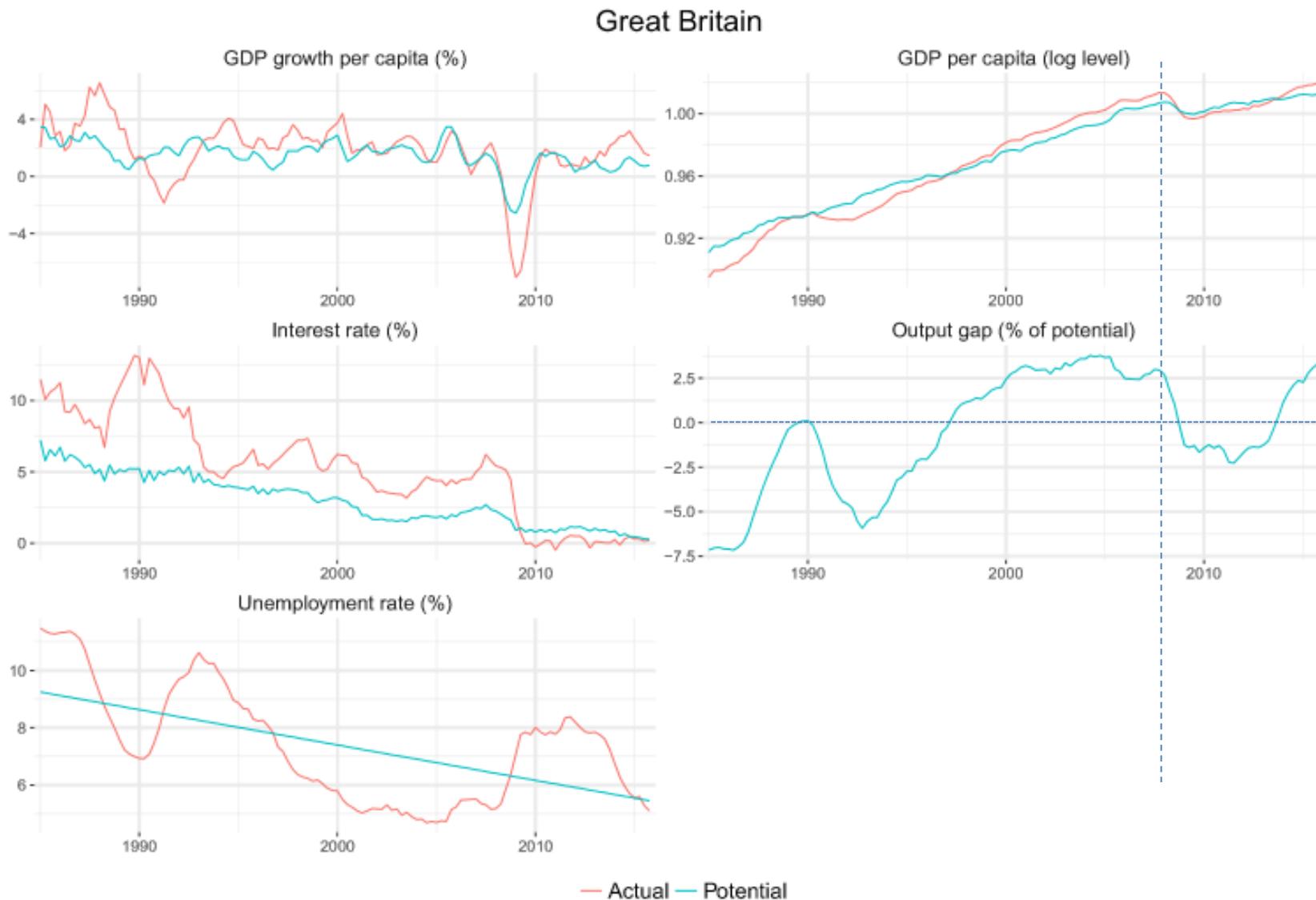
Italie : La baisse du taux réel n'a pas empêcher des pertes dans le niveau du PIB et des pertes de croissance potentielle

Italy



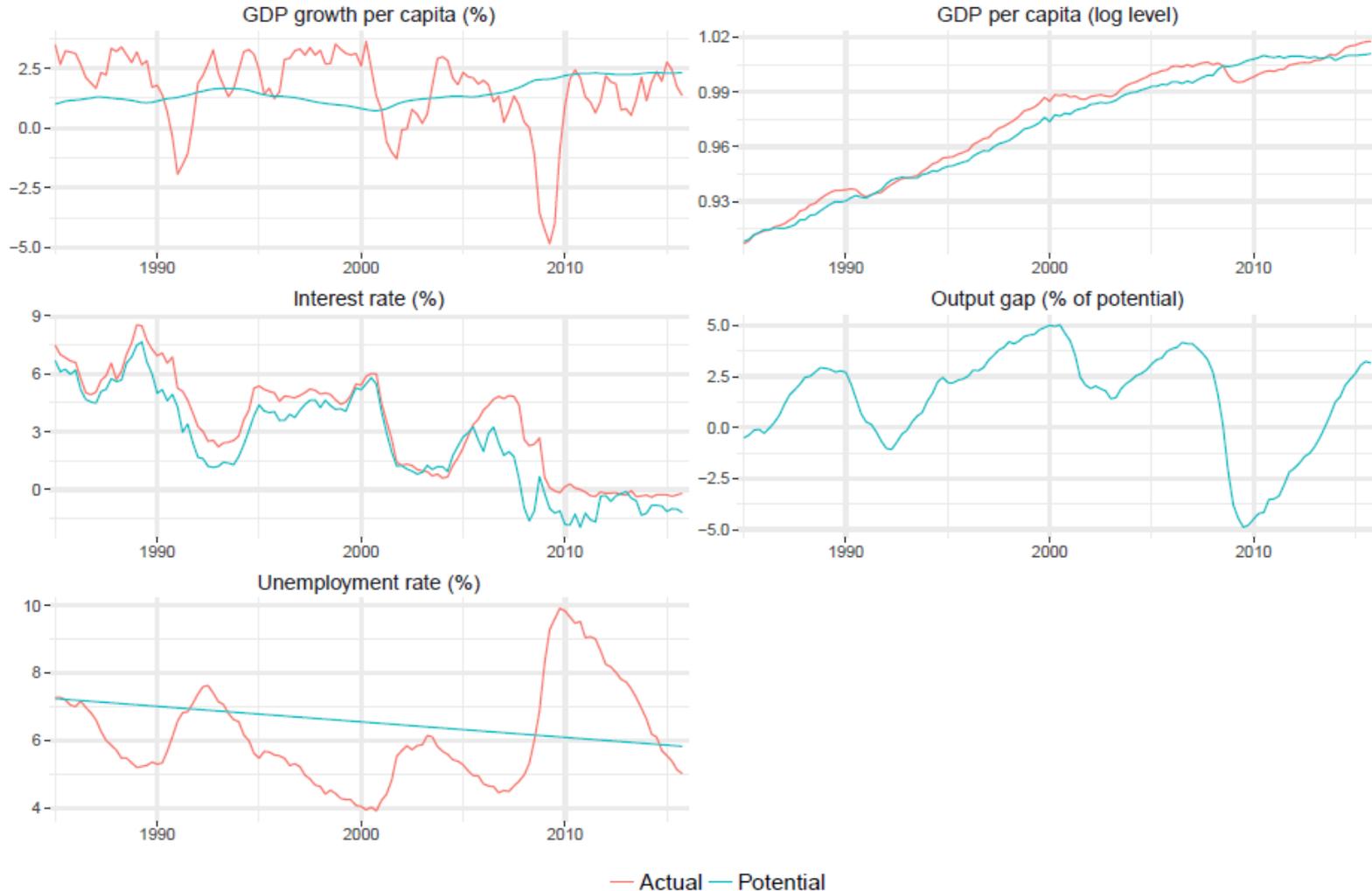
— Actual — Potential

UK: on n'a pas non plus récupéré les pertes de croissance potentielle; donc il faut interpréter prudemment la baisse observée du taux de chômage



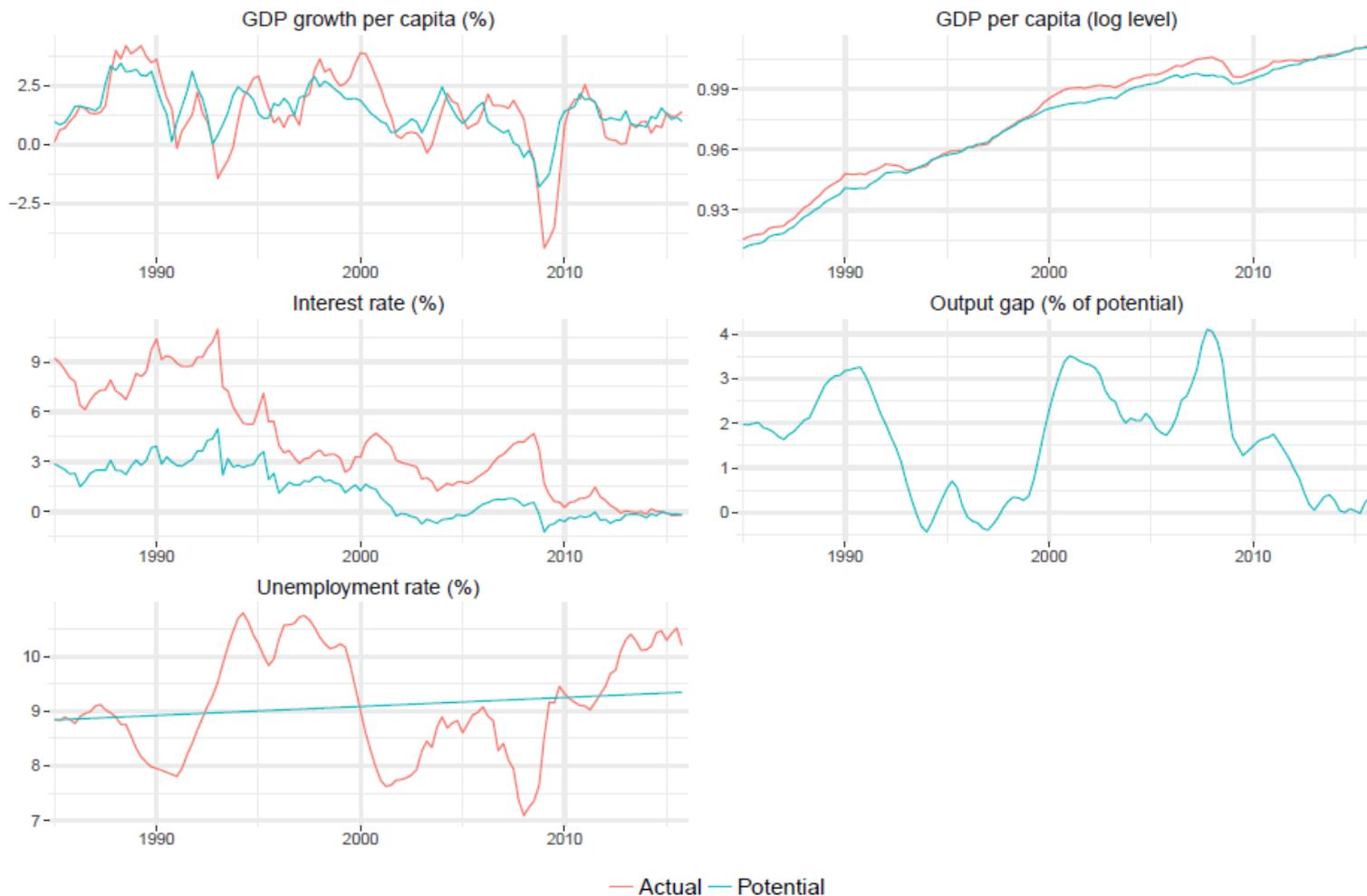
Les USA font figure d'exception : croissance potentielle sur un trend ascendant; la crise a été un « gros » trou d'air

United States



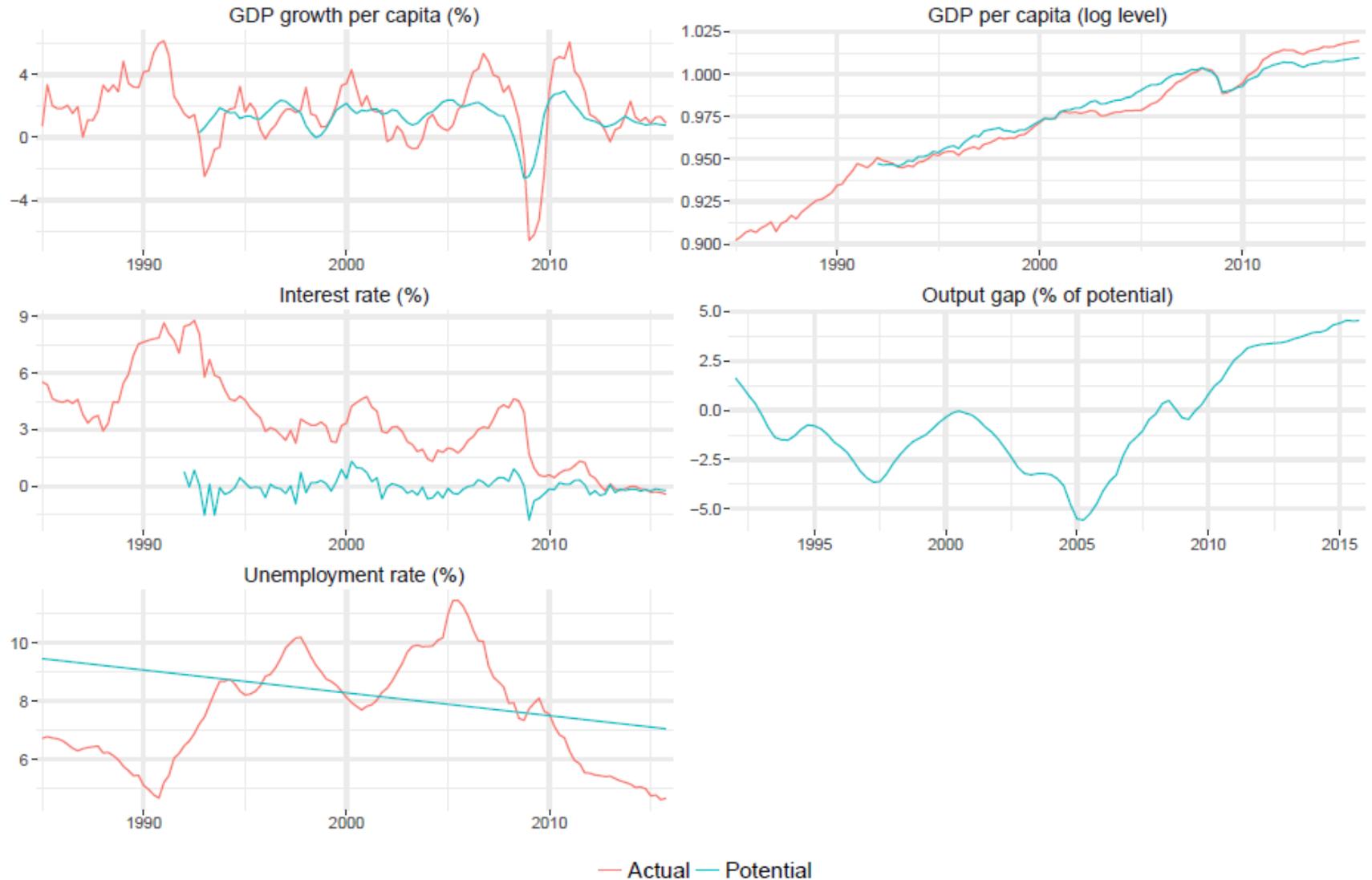
France : on récupère la croissance potentielle perdue, mais une croissance pas suffisamment créatrice d'emplois et un écart de production faiblement positif

France



Allemagne : on récupère la croissance potentielle perdue, une croissance qui crée de l'emploi (chômage < chômage structurel) avec un écart de production très positif

Germany



**Pour faire baisser les taux réels, il faut faire revenir
l'inflation**

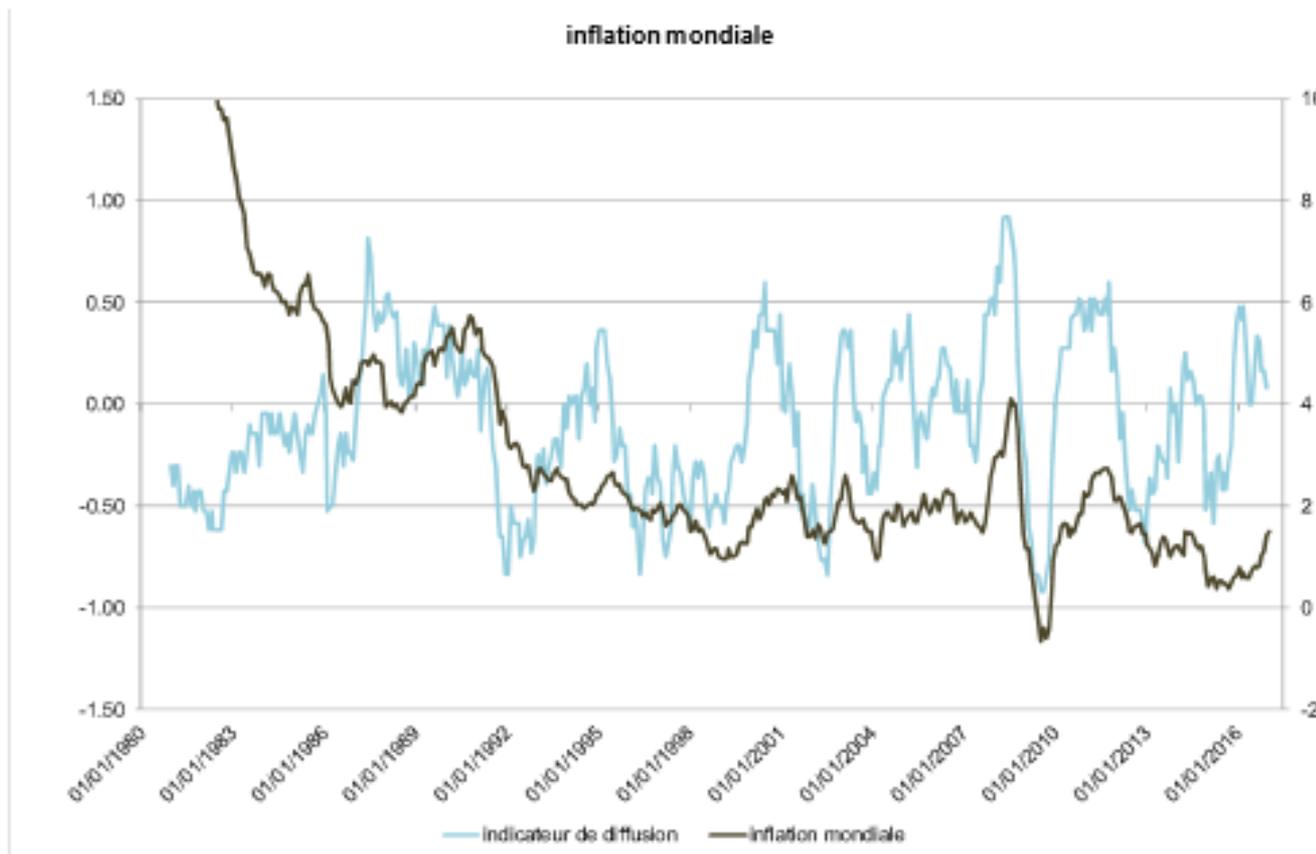
Des taux d'inflation bas

| | Taux d'inflation (% inflation sous-jacente) | | |
|-------------|---|-----------|-----------|
| | 1990-2001 | 2002-2007 | 2010-2015 |
| Etats-Unis | 3 | 2,1 | 1,7 |
| Allemagne | 2,4 | 1,4 | 1,1 |
| France | 1,7 | 1 | 1 |
| Italie | 3,7 | 2,1 | 1,3 |
| Japon | 0,88 | -0,28 | 0,16 |
| Royaume-Uni | 2,6 | 1,4 | 2,1 |
| Canada | 2 | 1,8 | 1,5 |

- le taux d'inflation sous-jacent annuel a diminué dans une majorité de pays depuis 1990.
- Depuis 2010, il est particulièrement bas, **au Japon** (0.16%), dans les pays de la zone euro (**France, Allemagne et Italie**) ainsi qu'au **Canada** (entre 1% et 1,5%).

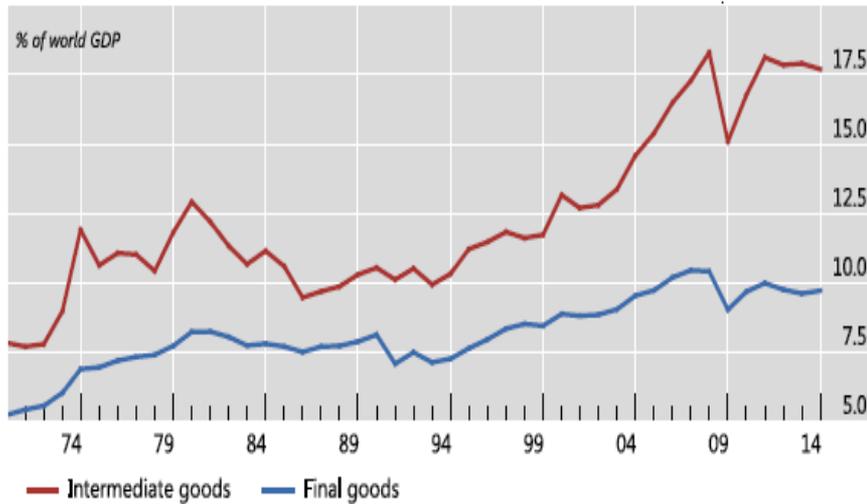
LA BAISSÉ DE L'INFLATION EST UN PHÉNOMÈNE MONDIAL ET SÉCULAIRE

LA BAISSÉ DE L'INFLATION EST UN PHÉNOMÈNE MONDIAL ET SÉCULAIRE



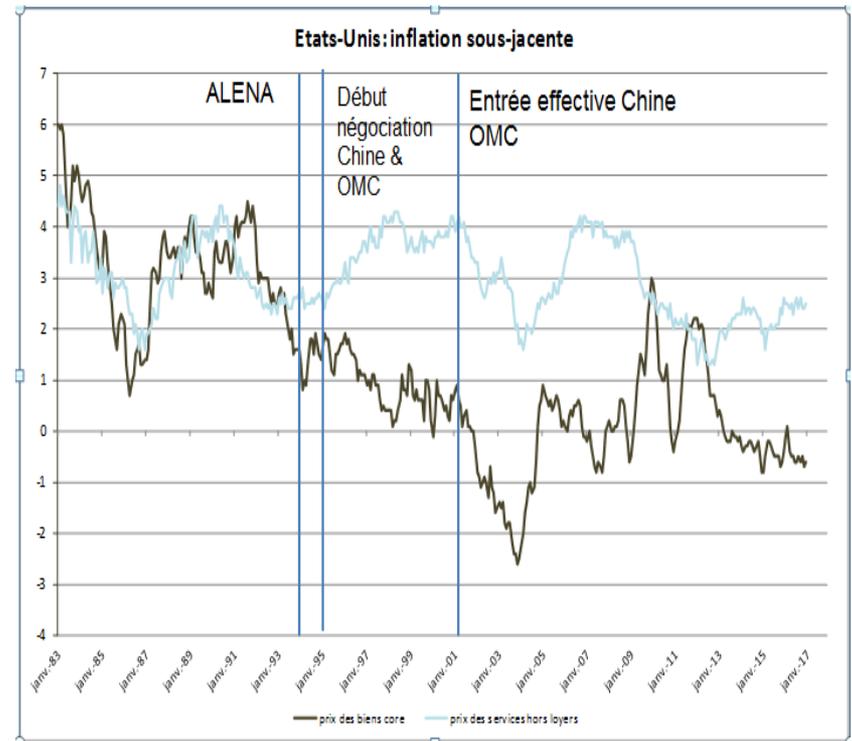
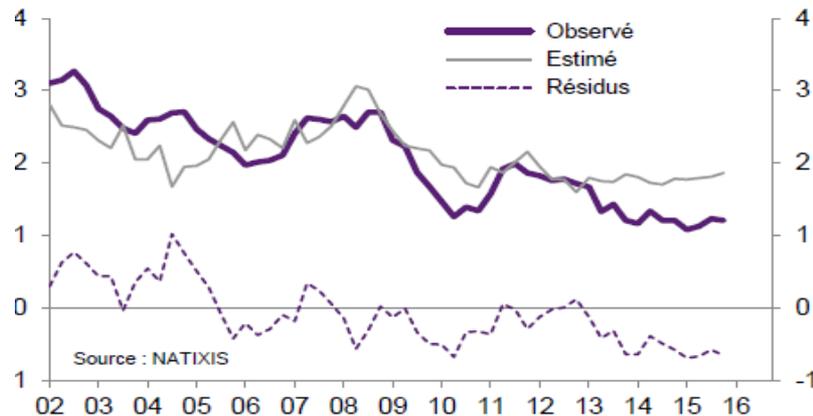
Source : Bloomberg, calculs CDC

Pourquoi l'inflation est-elle faible ?



Sources: Johnson and Noguera (2016); Powell (2016); World Input-Output Database.

Graphique 7b
Zone euro : inflation dans les services expliqué
sur 2002-2015 (puis extrapolé) par la croissance
du coût salarial unitaire hors secteur manufacturier
(GA en %)



Anticipations ancrées et moindre réactivité de l'inflation au taux de chômage

- Equation estimée

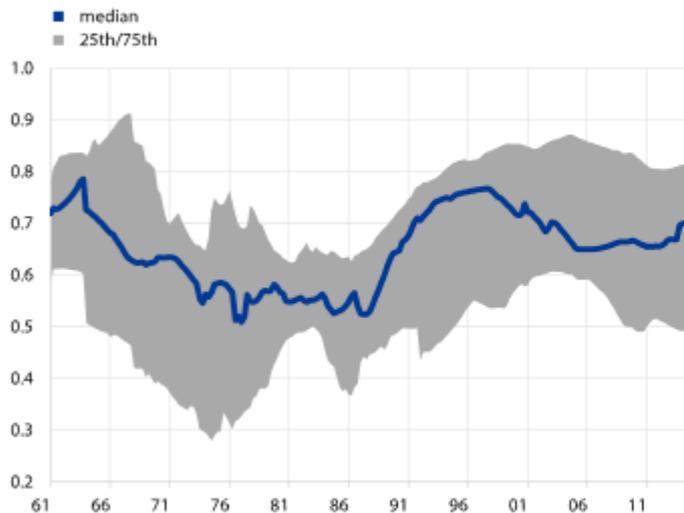
$$\pi_t = \theta_t(u_t - u_t^*) + \lambda_t \pi_t^e + (1 - \lambda_t)\pi_{t-1}^* + \mu_t \pi_t^m + \varepsilon_t$$

u_t^* : non observable, $\theta_t, \lambda_t, \mu_t$ (non observables) estimés par le filtre de Kalman

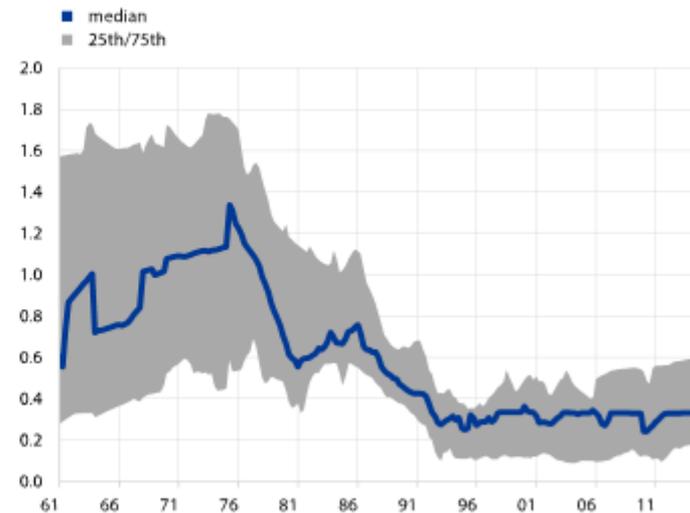
20 pays de l'OCDE sur la période 1960-2014.

On regarde la médiane des estimations et l'écart interquartile entre pays

Anchoring of inflation to long-term expectations (λ)



Slope of the Phillips curve (θ)

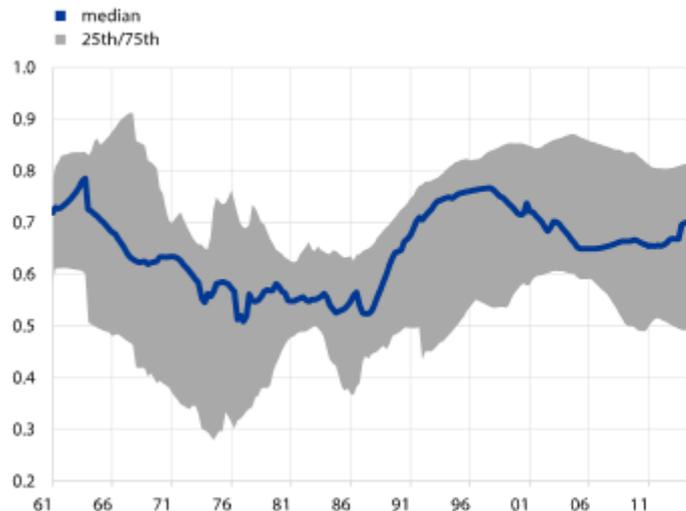


Anticipations ancrées et moindre réactivité de l'inflation au taux de chômage

- Plus grande stabilité des anticipations d'inflation (λ_t a augmenté depuis le milieu des années 1980) [voir plus loin](#)
- L'inflation est moins réactive au taux de chômage

La baisse date du milieu des années 1970 et a lieu jusqu'au début des années 1990 depuis 1990, une relative stabilité (**la crise de 2008 n'est pas le facteur explicatif**)

Anchoring of inflation to long-term expectations (λ)



Slope of the Phillips curve (Θ)

